



Empíricamente los motivos de la intervención del BCRP en el mercado cambiario se han documentado en el último *Country Report* del FMI para Perú<sup>8</sup>. En este informe, se presentan diversas estimaciones de los determinantes de la intervención del BCRP, en función de variables de suavizamiento del tipo de cambio, de las reservas internacionales netas (motivo precaución) y de variables de control como efectos de día de semana o feriados. Las estimaciones se realizan con datos de frecuencia diaria entre enero de 2001 y setiembre de 2008.

Los resultados señalan que la intervención en el mercado cambiario ha estado dominada principalmente por el motivo suavizamiento. No obstante, la importancia de este motivo ha ido disminuyendo en los dos últimos años. Por el contrario, el motivo precaución (acumulación de reservas) ha ido cobrando mayor relevancia, evidenciado en la acumulación de reservas equivalentes a US\$ 30 mil millones a enero de 2009.

Dada la característica de economía emergente y teniendo en cuenta los efectos perniciosos de una depreciación (apreciación) fuerte a los que el Perú está expuesto, la participación en el mercado cambiario y la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRP se convierten en instrumentos claves. Tales herramientas le permiten morigerar cualquier efecto negativo de una excesiva volatilidad del tipo de cambio.

#### REFERENCIAS

- Calvo, Guillermo & Carmen Reinhart. "Fear of Floating", NBER WP 7993, noviembre 2000.
- Gonzales, María. "Disentangling the motives for foreign exchange intervention in Peru" en IMF Country Report No. 09/41, febrero 2009.
- Chang, Roberto. "Inflation Targeting, Reserves Accumulation, and Exchange Rate Management in Latin America" FLAR, Dirección de Estudios Económicos, diciembre 2007.
- Brunnermeier, Markus. "Bubbles" entrada en *The New Palgrave Dictionary of Economics*, editado por Steven Durlauf y Lawrence Blume, 2da edición, 2008.

---

### RECUADRO 6 DESCALCE DE MONEDAS DE EMPRESAS DEL SECTOR REAL

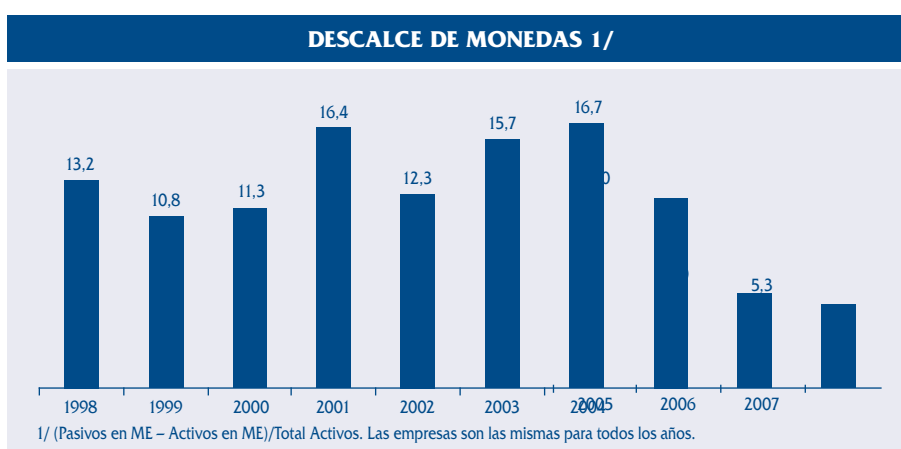
La volatilidad del tipo de cambio generada por la crisis financiera internacional ha traído nuevamente la preocupación en las economías emergentes sobre los riesgos financieros asociados al descalce de monedas de las empresas no financieras. Cuando existe descalce de monedas, ante un incremento del tipo de cambio, la deuda en dólares expresada en términos de Nuevos Soles se incrementa más que sus activos en dólares, en términos de Nuevos Soles, efecto que afecta la situación financiera de la empresa.

¿Se ha reducido el descalce de monedas en el Perú en los últimos años? Para responder esta pregunta se analiza información de los estados financieros auditados de empresas no financieras

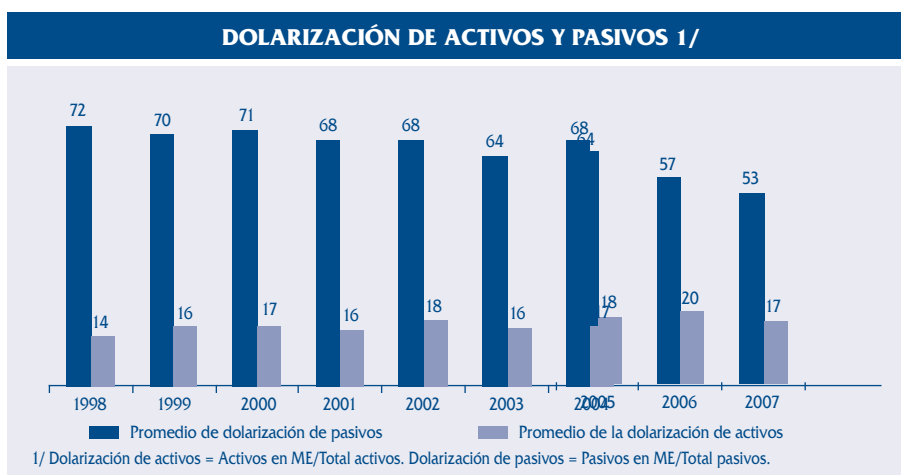
---

8 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2009/cr0941.pdf>

que mantienen registro en la Comisión Nacional de Empresas y Valores (CONASEV) para una muestra de 80 empresas<sup>9</sup>. Utilizando como medida de descalce cambiario el ratio entre la posición pasiva neta en dólares (pasivos en moneda extranjera menos activos en moneda extranjera) y el total de activos, se observa que el descalce cambiario promedio se ha reducido de 13,2 por ciento en el año 1998 a 5,3 por ciento en el año 2007. Esta caída se acentúa drásticamente a partir del año 2005.



Para determinar la causa de la caída en el descalce se presenta la evolución de la dolarización promedio de activos y pasivos. Se observa que la razón principal de esta caída es la menor dependencia al financiamiento en moneda extranjera (la dolarización de pasivos se redujo de 72 por ciento en el año 1998 a 53 por ciento en el año 2007) y en menor medida por la mayor cobertura natural al descalce en la forma de generación de ingresos en dólares (la dolarización de activos pasó de 14 por ciento en el año 1998 a 17 por ciento en el año 2007).

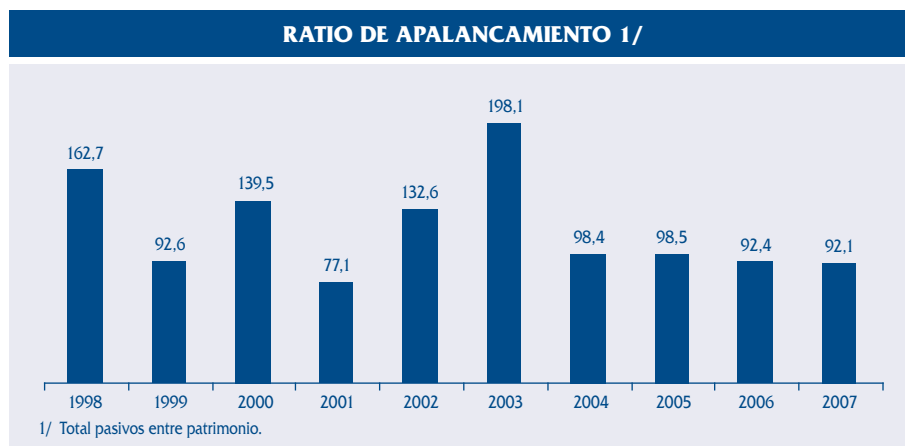


9 El total de activos de esta muestra de empresas representa el 26 por ciento del total de activos de las 1 000 principales empresas reportada por la empresa "Perú Top Publications".





Asimismo, el grado de apalancamiento ha disminuido significativamente y se ha mantenido estable en cerca de 100 por ciento durante los últimos años. Se pasó de un apalancamiento promedio de 163 por ciento en el año 1998 a un promedio de 92 por ciento en el año 2007. Este menor apalancamiento tiene un efecto positivo sobre el acceso al crédito de las empresas no financieras en un escenario de recesión, puesto que limita su exposición a fluctuaciones de la tasa de interés y del tipo de cambio.



Así, los balances muestran que la fragilidad financiera de las empresas no financieras peruanas a choques del tipo de cambio se ha ido reduciendo en la última década debido al menor descalce cambiario, a la reducción de la dolarización de pasivos y al menor grado de apalancamiento. Este resultado es importante porque muestra que el sector real tiene mayor capacidad para absorber una mayor volatilidad en el tipo de cambio. Cabe mencionar que esto no es un hecho aislado de la economía peruana. En un estudio reciente Kamil (2008) presenta estadísticas de descalce cambiario, dolarización de pasivos y activos para una muestra de empresas no financieras de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Uruguay que indican que el descalce cambiario se ha reducido significativamente en estas economías en los últimos años.